

Azioni

La «golden share» nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile

di Luigi Scipione

Dopo aver delineato i tratti distintivi dell'istituto della «golden share» nell'ordinamento italiano, l'Autore ripercorre i passi più significativi della pronuncia del 26 marzo 2009 con cui la Corte di giustizia europea ha dichiarato la disciplina dei «poteri speciali» riservati allo Stato in contrasto con le disposizioni del Trattato CE, in tema di circolazione dei capitali (art. 56) e di libertà di stabilimento (art. 43). L'intento è quello di porre in rilievo come l'intervento dei giudici, tanto con riguardo precipuo al caso italiano quanto con riferimento agli ordinamenti degli altri Stati membri, sembra focalizzarsi, come peraltro emerge dall'esame di una cospicua giurisprudenza della Corte di giustizia, principalmente sugli aspetti formali anziché sulle situazioni strutturali, evitando così di esaminare il grado di sviluppo delle privatizzazioni o, addirittura, l'effettività del loro avvio.

Privatizzazioni, liberalizzazioni e «golden shares». Note introduttive

Le criticità e le contraddizioni che hanno accompagnato in tutta Europa il processo di privatizzazione delle imprese pubbliche sono ben note ed ampiamente esaminate (1); altrettanto note ed egualmente approfondite risultano le analisi dedicate al delicato intreccio intercorrente tra le privatizzazioni (2) e quei poteri straordinari riservati all'azionista pubblico, comunemente denominati *golden share* (o, per i francofili, *action spécifique*) (3).

Note:

(1) Sul complesso e delicato intreccio tra lo sviluppo dei processi di privatizzazione delle aziende pubbliche e la previsione di poteri speciali di controllo degli assetti societari, con riferimento all'esperienza italiana, si vedano, *ex plurimis*, G. Minervini, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche privatizzate*, in P.G. Marchetti (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, Milano 1995, 165; G. Rossi, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, 385 ss.; F. Bonelli, *Il codice delle privatizzazioni nazionali e locali*, Milano, 2001; P. Schlesinger, *La legge sulla privatizzazioni degli enti pubblici economici*, in *Riv. soc.*, 1992, 126; R. Pardolesi - R. Perna, *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulle privatizzazioni delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994, 4 s.; M. Clarich - M. Pisaneschi, *Privatizzazioni*, in *Dig. Pubbl., sez. dir. pubbl.*, 2000, 432; N. Irti, *Economia di mercato e interesse pubblico*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2000, 435; R. Perna, *L'eccesso di tutela nella privatizzazione delle public utilities*, in *Foro it.*, 1996, III, 210; J. Sodi, *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.* 1996, 368; D. Ninnati, *Privatizzazioni: la Comunità Europea e le golden share nazionali*, in *Quad. cost.*, 2000, 702; D. Siniscalco - B. Bortolotti - M. Fantini - S. Vitalini, *Le privatizzazioni difficili*, Bologna, 1999; C. Amiconi, *Enti pubblici e privatizzazione*, in *Foro amm.*, 1999, 1652; S.M. Carbone, *Brevi note in tema di privatizzazioni e diritto comunitario*, in *Dir. comm. internaz.*, 1999, 231; R. Garofoli, *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 1998, 159; F. Santonostaso, *Le società di diritto speciale*, V. Bonocore (diretto da), in *Trattato di Diritto Commerciale*, IV-10, Torino, 2009, 280 ss.

(2) La distinzione, presente in P.G. Jaeger, *Problemi attuali delle privatizzazioni in Italia*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 989 e comunemente utilizzata (da ultimo, v. F. Bonelli - M. Roli, voce *Privatizzazioni*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, IV, Milano, 2000, 994 ss.; C. Ibba, *La tipologia delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 464), trova diverse formulazioni nella dottrina pubblicistica che contrappone le privatizzazioni «in senso oggettivo» e «in senso soggettivo» (si veda al riguardo M. Carabba, voce *Privatizzazioni di imprese ed attività economiche*, in *Dig. disc. pubbl.*, Torino, 1995, 564) o le privatizzazioni «fredda» e «calda» (così M. Clarich - M. Pisaneschi, voce *Privatizzazioni*, cit., 432).

(3) Così G. Colangelo, *Golden shares e privatizzazioni incompiute. La lunga vecchiaia dello Stato-imprenditore*, in *Enti pubblici*, 2003, 6, 328; E. Del Casale, *Uno strumento diretto al controllo governativo sulle privatizzazioni: le «golden shares»*, in *Pol. dir.*, 1988, 1, 189 ss. La *golden share* introdotta dalla legislazione inglese sulle privatizzazioni per permettere al governo di opporsi a scalate di soggetti stranieri o a cambiamenti di controllo societario non voluti, venne poi ripresa in Francia come *action spécifique* con la L. n. 86-912 del 6 agosto 1986 e riconfermata dalla L. n. 93-923 del 19 luglio 1993 all'art. 10. Per maggiori dettagli si rinvia a E. Gippini Fournier - J.A. Rodríguez Miguez, (segue)

Il termine «golden share» (letteralmente «azione dorata») indica l'istituto giuridico, di origine britannica, in forza del quale uno Stato, durante o a seguito di un processo di privatizzazione (o vendita di parte del capitale) di un'azienda pubblica, si riserva (indipendentemente dall'effettivo numero di azioni da esso possedute) (4) taluni poteri speciali (di nomina e di veto all'acquisizione di partecipazioni rilevanti) e/o vincoli statutari (limiti al possesso azionario, tetti ai diritti di voto, obbligo di controllo nazionale).

Sulla incompatibilità di un tale istituto, perlomeno nelle sue accezioni più restrittive, con il principio di libertà di stabilimento e di libera circolazione dei capitali, di cui agli artt. 43 e 56 CE, è difficile alimentare dubbi; resta il fatto che il contrasto in materia tra l'Unione Europea ed i suoi Stati Membri tende ad estendersi, anziché a restringersi. La percorribilità, per di più con tempistiche non coordinate, di vie nazionali compatibili con i rispettivi caratteri delle costituzioni economiche ha ingenerato scompensi diacronici e sincronici: «in tale sfrenata opera di alchimia, i governi spesso hanno dimenticato l'effetto correttore del diritto comunitario, che esautora i privilegi esorbitanti, scrupolosamente blindati, che essi intendono riservarsi, collocandosi al di sopra dei comuni azionisti» (5).

Dal canto suo, il legislatore comunitario ha peccato di difetto in termini di capacità prognostiche, ed ha cominciato ad ovviare a taluna delle relative disfunzioni solo piuttosto tardivamente. Su questo variegato complesso di regole, derogatorie rispetto a quelle generali del diritto societario ordinariamente applicabile, si è, tuttavia, formata una cospicua giurisprudenza della Corte di giustizia che, a dispetto dell'apparente natura societaria, ha ricondotto tali deroghe tra gli strumenti di limitazione o dissuasione degli investimenti diretti e quindi della libertà di circolazione dei capitali, sancendone in diversi casi l'incompatibilità con le regole fondanti del Trattato, ancora una volta facendo applicazione di tali principi in relazione alle limitazioni dirette all'accesso ai settori protetti.

Struttura ed evoluzione dei poteri speciali nell'ordinamento italiano

La vera anomalia della *golden share* italiana risiede nella sua intensità. Dal punto di vista strettamente giuridico, a differenza della *golden share* inglese e dell'*action spécifique* francese, i «poteri speciali» previsti dall'art. 2, D.L. n. 332 del 1994 (convertito, con modificazioni dalla L. 30 luglio 1994, n. 474)

prescindono da qualsivoglia possesso azionario; non sono attribuibili allo Stato in quanto azionista, ma allo Stato in sé (6). Nello specifico, anche senza detenere la maggioranza del capitale con diritto di voto in assemblea, lo Stato si riserva la capacità di influire sulla gestione dell'impresa attraverso l'esercizio:

a) del diritto di gradimento, volto ad impedire che soci privati acquistino le azioni e superino una «soglia di attenzione» (a seconda dei casi, individuata fra il tre e il cinque per cento). Analogo potere lo Stato detiene nei confronti di coalizioni che si formino fra azionisti separati;

b) del diritto di opporsi a decisioni fondamentali per il destino della società, quali fusioni, scissioni,

Note:

(segue nota 3)

Actions spécifiques dans les sociétés privatisées: le beurre ou l'argente du beurre, in *Rev. du droit de l'Union européenne*, 2003, 39 ss.; D. Carraeu, *Privatisations et droit comunitaire: la validation conditionnelle des actions spécifiques (ou «Golden Shares»)*, in *Contr. impr./Europa*, 2002, 1191 ss. Nell'ordinamento spagnolo la *golden share* fu istituita per effetto della legge n. 5 del 1995. Sul tema cfr. E.E. Cocciolo, *La golden share in Spagna. Regulating corporate governance*, in *Servizi pubblici*, 2004, 247 ss.; Del Mar Bustillo Saiz, *Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la «doctrina» del le acción de oro*, in *Revista de derecho mercantile*, 2006, 457 ss.

(4) La quota in mano pubblica può, infatti, essere al limite ridotta ad una sola, simbolica azione e conferisce allo Stato un potere sulle scelte strategiche anche quando la privatizzazione è completata. Viceversa, non è in genere applicabile alle società controllate e collegate che l'impresa pubblica deteneva prima e dopo la privatizzazione. Secondo G. Cardinale, *La clausola di gradimento nelle privatizzazioni delle public utilities*, in E. Marasà (a cura di), *Profili giuridici delle privatizzazioni*, Torino, 1997, 14 s., la disciplina delle «golden shares» può essere considerata, in definitiva, solo la soluzione all'esigenza di curare la fase di transizione dal controllo pubblico a quello di natura privatistica. Come osserva C. Cavazza, *Golden share, giurisprudenza comunitaria ed abrogazione dell'art. 2450 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 5, 1195 s., in dottrina la distinzione in parola è stata spesso trascurata ed in molti casi il termine «golden share» è stato utilizzato in un'accezione lata, atta a ricomprendere ogni ipotesi di «potere speciale». Peraltro, la distinzione non dovrebbe essere sopravvalutata, dato che la Corte di giustizia, come si vedrà, ha sempre giudicato la conformità al Trattato delle normative interne avendo di mira i risultati pratici da queste conseguiti. Sul punto v. pure G. Lombardo, voce *Golden share*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1998, in particolare 23 s. e 78 ss.

(5) Così D. Ruiz-Jarabo Colomer, *Conclusioni dell'Avvocato generale presentate il 6 novembre 2008*, causa C-326/07, *Commissione v. Italia*, p.to 2.

(6) Sulle questioni relative all'applicazione anche alle società a partecipazione locale della disciplina contenuta nella l. 474 del 1994, cfr. M. Cammelli - A. Ziroldi, *Le società a partecipazione pubblica nel sistema locale*, Rimini, 1999, 51 ss. Nella privatizzazione delle imprese di gestione dei servizi pubblici, le due diverse forme di controllo non sono state intese come alternative l'una all'altra, ma l'esercizio dei poteri speciali si è aggiunto alla possibilità di partecipazione dello Stato al capitale sociale dell'impresa pubblica privatizzata.

trasferimenti d'azienda, trasferimenti della sede all'estero, e simili;

c) del diritto (peraltro, già previsto dal codice civile) di nominare uno o più amministratori (fino a un quarto del totale) e sindaci della società.

Un primo intervento della Corte di giustizia del 23 maggio 2000, aveva sanzionato la disciplina della *golden share* contenuta negli artt. 1, n. 5, e 2, D.L. n. 322/1994, ritenendola in contrasto con le disposizioni del Trattato CE in materia di diritto di stabilimento (art. 43), libera prestazione dei servizi (art. 49) e libera circolazione dei capitali (art. 56) (7).

Nasce da questa decisione sfavorevole la necessità di precisare che l'esercizio dei poteri speciali non può essere fondato su generici obiettivi di politica economica ed industriale, come enunciato nell'art. 2, L. n. 474/94, ma su specifici motivi di ordine pubblico, sicurezza pubblica e difesa, come precisato nel d.p.c.m. 11 febbraio 2000. La disciplina contenuta nel decreto, rendendo noti previamente e formalmente i criteri di esercizio, si proponeva di conciliare due diverse esigenze. Da un lato, dava risposta agli innumerevoli rilievi mossi al Governo dalla Commissione Europea sulla scarsa chiarezza dei criteri stessi. Dall'altro, intendeva limitare siffatti poteri alla tutela di interessi specificamente richiamati.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, il decreto chiariva dunque la *ratio* della *golden share*, precisando che il motivo per cui sopravvivono tali poteri in una società in cui lo Stato non è più azionista di maggioranza veniva giustificato «dalla esigenza di salvaguardare gli interessi vitali dello Stato», nell'ottica di dare adeguata risposta «ad imprescindibili motivi di interesse generale, in coerenza con gli obiettivi in materia di privatizzazioni e di tutela della concorrenza e del mercato».

(Segue): La riforma della golden share

Sebbene l'art. 66, comma 3, L. 23 dicembre 1999, n. 488 (Legge finanziaria per il 2000) e il d.p.c.m. 11 febbraio 2000 (8) avessero modificato la disciplina in questione con l'intento di renderla compatibile con i principi del Trattato, la Commissione aveva nel febbraio 2003 prospettato una nuova procedura di infrazione nei confronti del Governo italiano.

A fronte di tale censura, la successiva riforma della *golden share* - inserita nella legge finanziaria per il 2004 (L. 24 dicembre 2003, n. 350, art. 4, commi 227-231) (9) - ha operato, in considerazione dei rilievi formulati dalla Commissione europea, una generale revisione della suddetta disciplina.

Per effetto dei mutamenti apportati, importanti elementi di novità si rinvencono nelle lett. a), b), c) e d) del novellato art. 2, D.L. n. 322/1994, che:

a) circoscrive la presenza della *golden share* alle società operanti in quei settori ritenuti vitali per il Paese;

b) vincola l'esercizio dei poteri speciali alle sole fattispecie in cui l'operazione rechi pregiudizio agli interessi vitali dello Stato, rinviando ad un apposito decreto del Presidente del Consiglio dei ministri la definizione dei criteri con i quali i poteri medesimi dovranno essere esercitati (v. art. 4, comma 230);

c) introduce il «potere di opposizione» in caso di rilevanti modifiche degli assetti proprietari (assunzione di partecipazioni rilevanti e patti parasociali) in luogo del «potere di gradimento preventivo» (10);

d) limita il potere di nomina esclusivamente ad un solo amministratore, privo del diritto di voto (11);

e) specifica che il pericolo non può essere generico, ma deve riguardare l'ordine pubblico, la sanità, la difesa nazionale, l'approvvigionamento delle materie prime, la sicurezza delle reti, la continuità dei servizi pubblici essenziali, delle telecomunicazioni e dei trasporti: ipotesi gravissime ed estreme, che mal si adattano a «coprire» semplici finalità di politica economica e industriale.

Resta, per contro, confermato il potere di veto all'adozione di delibere relative ad operazioni straordinarie o, comunque, di particolare rilevanza, con l'aggiunta della previsione che l'esercizio di tale potere debba essere motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato.

Note:

(7) Cfr. Corte Giust. 23 maggio 2000, causa C-58/99, *Commissione v. Italia*, in *Rep. Foro it.*, 2000, voce *Unione europea*, n. 923. Per un primo commento si veda E. Freni, *L'incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share*. Nota a CGCE 23 maggio 2000 (causa C-58/99), in *Giorn. dir. amm.*, 2001, 1145; P. De Pasquale, *Golden share all'italiana*. Nota a CGCE 23 maggio 2000 (causa C-58/99), in *Riv. dir. pubbl. comp. eur.*, 2000, 1233 ss.; F. Merusi, *La Corte giust. condanna la «golden share» all'italiana e il ritardo del legislatore*, in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2000, 1236 ss.

(8) Che seguiva al d.p.c.m. 4 maggio 1999 (c.d. Direttiva D'Alema).

(9) Cfr. E. Freni, *Legge finanziaria e pubblica amministrazione. Le privatizzazioni delle imprese pubbliche. Commento a l. 24 dicembre 2003, n. 350*, in *Giorn. dir. amm.*, 2004, 263 ss.

(10) Il comma 228 detta alcune disposizioni volte a specificare le modalità di esercizio del potere di opposizione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti e alla conclusione di patti parasociali, di cui all'art. 2, comma 1, lett. a) e b), D.L. n. 332 del 1994, come modificato dal comma 227.

(11) Sulla portata di tale innovazione cfr. A. Sacco Ginevri, *La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali*, in *Giur. comm.*, 1, 2005, II, 70 ss.

A seguire, vengono individuati, con il d.p.c.m. 10 giugno 2004 (adottato in attuazione delle disposizioni della Legge finanziaria), nuovi criteri per l'esercizio dei poteri speciali. Si ribadiscono, rispetto alla disciplina previgente di cui al d.p.c.m. 11 febbraio 2000, le finalità di esercizio della *golden share*, i criteri di idoneità e rilevanza rispetto agli interessi da tutelare, la possibilità di introdurre limiti temporali, il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e di quello comunitario, con particolare riferimento al principio di non determinazione. Vengono, peraltro, eliminate le giustificazioni di esercizio dei poteri speciali correlate a modalità generali di riassetto proprietario o di svolgimento dell'attività della società.

I rilievi della Commissione europea nella causa C-326/07

Con il ricorso proposto il 28 giugno 2006 (IP/06/859), la Commissione europea ha ritenuto che le disposizioni della normativa italiana (L. n. 474/1994, come modificata dalla L. n. 350/2003) riguardanti gli investimenti nelle società privatizzate, costituiscano restrizioni ingiustificate alla libera circolazione dei capitali (art. 56 CE) e alla libertà di stabilimento (art. 43 CE) (12).

La valutazione di compatibilità della «*golden share*» investe inevitabilmente anche i criteri contenuti nel d.p.c.m. del 2004 (art. 1, comma 2) che, come si è illustrato, definiscono le circostanze in cui possono essere esercitati i poteri speciali dello Stato (13).

Il punto controverso nella presente causa è infatti quello di chiarire se tali criteri stabiliscano condizioni atte a giustificare l'esercizio di siffatti poteri. Il Trattato consente eccezioni per ragioni di ordine pubblico, sicurezza pubblica, salute pubblica e difesa e pertanto l'obiettivo di proteggere alcune attività economiche può essere accettabile purché in casi specifici.

Invero, la Commissione giudica «eccessivo l'uso dei poteri speciali previsti dalla normativa italiana per raggiungere tali obiettivi» e ritiene altresì che i criteri per l'esercizio di questi poteri - sarebbe a dire le situazioni concrete che possono essere ricomprese nella nozione di «grave ed effettivo pericolo», di cui all'art. 1, comma 2, lett. a) - d), del decreto del 2004 - sebbene riguardino diversi tipi di interessi generali, siano «vaghi e di portata indeterminata - ad eccezione di un astratto riferimento alla tutela degli interessi nazionali (14) - e pertanto conferiscano alle autorità nazionali ampi poteri discrezionali nel giudicare i rischi per gli interessi vitali del-

lo Stato». L'assenza di certezza costituisce un ostacolo ingiustificato all'ingresso di investitori stranieri che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese. Inoltre, la formula utilizzata «va oltre quanto necessario per tutelare gli interessi pubblici che ne costituiscono l'oggetto».

A detta della Commissione, le preoccupazioni di interesse pubblico avrebbero potuto essere prese in considerazione mediante disposizioni alternative meno restrittive.

Peraltro, a tenore delle suseposte osservazioni, la Commissione rileva la mancanza di un nesso causale tra la necessità di garantire l'approvvigionamento di prodotti energetici, la fornitura dei servizi pubblici e il controllo dell'assetto azionario dell'impresa, soprattutto nei settori non armonizzati. Riguardo ai settori di attività in cui è stato raggiunto un certo livello di armonizzazione delle legislazioni nazionali, la Commissione cita le direttive 2003/54/CE, 2003/55/CE e 2002/21/CE (rispettivamente: la «Direttiva elettricità», la «Direttiva gas» e la «Direttiva telecomunicazioni»), come strumenti che contengono i mezzi per garantire la continuità degli approvvigionamenti su scala nazionale in questi settori dell'economia.

La sentenza della Corte di giustizia. Delimitazione del campo d'indagine

La Corte di giustizia europea con sentenza del 26 marzo 2009 (causa C-326/07) (15), accogliendo il

Note:

(12) Il 28 giugno 2006 (IP/06/859) la Commissione europea ha deciso di deferire l'Italia alla Corte di giustizia europea per la *golden share* in Eni, Enel, Finmeccanica e Telecom (poteri speciali nelle società privatizzate). Per un primo commento cfr. G. Colangelo, «Golden share», *diritto comunitario e i mercanti di Venezia*. Nota a CGCE, sez. III, 26 marzo 2009 (causa C-326/07), in *Foro it.*, 2009, 5, 224 ss.; sulla stampa specialistica cfr. E. Brivio, *Bruxelles condanna la golden share italiana*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 marzo 2009, 39.

(13) L. Talarico, *I «poteri speciali» riservati allo Stato italiano nelle società privatizzate. Possibili effetti sulla economicità aziendale*, in Ferraris Franceschi (a cura di), *Privatizzazioni e problemi di governance (Esperienze a confronto: il caso tedesco)*, Torino, 2002, 203 ss.

(14) V., in tal senso, Corte Giust. 4 giugno 2002, causa C-483/99, *Commissione v. Francia*, in *Racc.*, I-4781, p.ti 50 e 51.

(15) V. Corte Giust. 26 marzo 2009, causa C-326/07, *Commissione v. Italia*. Sul punto cfr. G. Colangelo, «Golden share», *diritto comunitario e i mercanti di Venezia*, cit., 225. Per maggiori dettagli si veda pure C. San Mauro, *La disciplina della golden share dopo la sentenza della corte di giustizia C-326/07* (Corte di Giustizia delle Comunità Europee, 26 marzo 2009), in *Riv. trim. dir. econ.*, 198 ss.; M. Cucinotta, *La sentenza della Corte di Giustizia 26 marzo 2009 (causa C-326/07): problematiche rilevanti e implicazioni de jure condendo* (Corte di Giustizia delle Comunità Europee, 26 marzo 2009), *Ibidem*, 229 ss.

ricorso della Commissione, boccia la *golden share* italiana, giudicando contrarie alla libertà di stabilimento e alla libera circolazione di capitali (16) sia le disposizioni di cui al D.L. n. 332/1994 che il decreto del 2004.

Per definire con la necessaria accuratezza il campo di indagine (17), con logica geometrica ma ricca di implicazioni, tenuto peraltro conto della variabilità e delle possibili combinazioni dei poteri speciali, la Corte opera una prima distinzione a seconda che i criteri del d.p.c.m. del 2004 siano applicati:

1) ai poteri di opposizione dello Stato all'acquisizione di partecipazioni e alla conclusione di patti tra azionisti che rappresentano una determinata percentuale dei diritti di voto [art. 2, comma 1, lett. a) e b), del D.L. n. 332/1994];

2) al potere di porre un veto a talune decisioni della società [art. 2, comma 1, lett. c), D.L. n. 332/1994].

La delimitazione del campo d'indagine si arricchisce poi di un ulteriore filtro di analisi, in forza del quale la Corte stabilisce preventivamente che:

a) i criteri relativi all'esercizio dei poteri di opposizione vanno esaminati sotto il profilo di entrambe le disposizioni del Trattato di cui si contesta la violazione;

b) per quanto attiene, invece, al potere di veto, i criteri del d.p.c.m. del 2004 devono essere esaminati esclusivamente sotto il profilo dell'art. 43 CE, dovendosi escludere, per contro, un esame autonomo alla luce dell'art. 56 CE. A detta della Corte, infatti, tale potere riguarda decisioni rientranti nella gestione della società e, pertanto, concerne soltanto azionisti in grado di esercitare un'influenza sicura sulle società considerate (18).

I poteri di opposizione

Con riferimento alla prima delle fattispecie oggetto di valutazione, la Corte ritiene che siano da sanzionare i poteri speciali che permettono agli azionisti con almeno il 5% dei diritti di voto (quindi lo Stato italiano) di opporsi all'acquisto di partecipazioni rilevanti da parte di nuovi investitori. Del pari, la medesima valutazione deve considerarsi valida anche per le norme che regolano i patti o gli accordi tra azionisti che rappresentano almeno il 5% dei diritti di voto.

In relazione all'esercizio dei poteri di opposizione, la Corte precisa che la limitazione del principio di libera circolazione dei capitali può essere legittimata esclusivamente:

1) da provvedimenti nazionali giustificati dalle ragioni di cui all'art. 58 CE;

2) per ragioni imperative di interesse generale, purché in questa seconda ipotesi le misure restrittive non siano discriminatorie e siano proporzionate (19), cioè non esistano misure comunitarie di armonizzazione che, nello specifico, indichino i provvedimenti necessari a garantire la tutela di tali interessi (20).

La libertà riconosciuta agli Stati membri di decidere, in assenza di armonizzazione comunitaria, il livello al quale intendono garantire la tutela di tali legittimi interessi, nonché il modo in cui questo livello deve essere raggiunto, deve infatti essere esercitata nel rispetto del principio di proporzionalità. Siffatto principio richiede che «le misure adottate siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento» (21).

A difesa della disciplina oggetto di critica, i rappresentanti italiani, durante l'udienza, hanno evocato come esempi l'eventualità che un operatore straniero legato ad un'organizzazione terroristica tenti di acquisire partecipazioni in società nazionali operanti in un settore strategico; o la possibilità che una società straniera che controlli reti internazionali di energia (e che in passato abbia già sfruttato la sua posizione per creare difficoltà di approvvigionamento a Paesi limitrofi) acquisisca una partecipazione in un'impresa nazionale. I giudici hanno riconosciuto che queste situazioni potrebbero giustificare un'opposizione all'acquisizione di una partecipazio-

Note:

(16) Il giudizio della Corte si basa su quanto verificatosi nella fase precontenziosa: in seguito, pertanto, alla prima lettera di diffida della Commissione del 6 febbraio 2003, all'intervento normativo dello Stato italiano (art. 4, commi 227 e 230, L. n. 350/2003 e art. 11 d.p.c.m. 10 giugno 2004), alla lettera di diffida complementare del 22 dicembre 2004, ed infine alla risposta del governo italiano del 20 maggio 2005. La Corte ha accolto le contestazioni mosse dalla Commissione giudicando, tra le altre argomentazioni, non fondato il tentativo della Repubblica italiana di far valere il principio di sussidiarietà, avendo in proposito ritenuto che anche questo, alla stregua di tutti i poteri discrezionali lasciati agli Stati membri, debba sottostare al principio di proporzionalità che nel caso concreto non è stato rispettato.

(17) V. Corte Giust. 24 maggio 2007, causa C-157/05, *Holböck*, in *Racc.*, I-4051, p.to 22, nonché la giurisprudenza ivi citata.

(18) V. Corte Giust. 12 settembre 2006, causa C-196/04, *Cadbury Schweppes e Cadbury Schweppes Overseas*, in *Racc.*, I-7995, p.to 33.

(19) V. Corte Giust. 4 giugno 2002, causa C-483/99, *Commissione v. Francia*, cit., p.to 45.

(20) V. Corte Giust. 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione v. Germania*, in *Racc.*, I-8995, p.to 72, e la giurisprudenza ivi citata.

(21) V. Corte Giust. 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione v. Germania*, cit., p.to 73.

ne, ma hanno anche rilevato che non si tratta di casi menzionati dal decreto del 2004 che formula gli interessi generali in modo più generico e impreciso.

In questa come in altre fattispecie, l'applicazione del «test di proporzionalità» (di cui si dirà in seguito) ha condotto la Corte a ritenere che l'attuazione dei criteri controversi, considerati in relazione all'esercizio dei poteri di opposizione, non è atta a conseguire gli obiettivi perseguiti nel caso di specie a causa della mancanza di un nesso tra detti criteri e tali poteri (22). Del resto, l'assenza di un «collegamento funzionale», come sostenuto dalla stessa Commissione, accentua l'incertezza in ordine alle circostanze in cui i medesimi poteri possano essere esercitati e conferisce ad essi un carattere discrezionale eccessivo.

I poteri di veto

L'altra questione di merito ha ad oggetto l'esercizio dei poteri di veto che, come *supra* specificato, comporta invece un'infrazione solo dell'art. 43 CE, sulla base dell'assunto che esso riguarderebbe le decisioni assumibili esclusivamente da azionisti in grado di influenzare la società. Anche in relazione a questa fattispecie la Corte ha ritenuto che non siano state precisate sufficientemente le circostanze concrete che permettono al Governo italiano l'esercizio della prerogativa in esame. Per giunta, la menzione della normativa italiana, secondo cui il potere di veto può essere esercitato solo in conformità della legislazione comunitaria, non è stato ritenuto elemento sufficiente a garantirne la compatibilità con il diritto dell'Unione europea. Né tanto meno, sembra esserlo la previsione di cui all'art. 2, comma 1, lett. a) - c), D.L. n. 332/1994 che prevede il controllo del giudice nazionale, al fine di assicurare la protezione delle persone in relazione all'applicazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali.

Il reasoning della Corte e le osservazioni dell'Avvocato generale. De jure condendo

Nelle motivazioni che supportano il dispositivo della sentenza, la Corte, pur riconoscendo l'astratta compatibilità della *golden share* con i principi dell'ordinamento comunitario, richiama puntualmente tutto l'*acquis* giurisprudenziale accumulato (23), per riproporre un approccio meramente procedurale, già adottato a partire dal caso *Konle* (24). Di fronte ad un asse logico così forte e nitido, ogni altra valutazione parrebbe, dunque, al più perimetrale, e comunque non potrebbe spostare il sillogismo portan-

te della pronuncia (25), salvo poi rilevare, in considerazione della motivazione del *decisum*, un impianto alquanto fragile dal punto vista sostanziale.

A ben riflettere, infatti, il ragionamento della Corte si è sviluppato prevalentemente sull'ostacolo alla libera circolazione dei capitali per poi estendere le conclusioni raggiunte alla violazione della libertà di stabilimento. Eppure, le problematiche toccate dalla sentenza o lasciate intravedere sullo sfondo e non affrontate direttamente, anche se richiamate dall'Avvocato generale *Ruiz-Jarabo Colomer* nelle proprie conclusioni, sono numerose e potenzialmente suscettibili di offrire spunti per soluzioni non del tutto scontate, nonostante il peso dell'argomento principale (26).

A titolo esemplificativo, vi sarebbe stato spazio per esaminare o riprendere profili di analisi come quelli che emergono dai seguenti interrogativi:

- 1) se il principio di sussidiarietà autorizzi o avalli misure unilaterali di singoli Stati ed in presenza di quali fattori, con particolare riguardo a discrasie o squilibri nell'apertura dei mercati, configurabili sul piano sincronico per effetto di scelte fondamentali diverse dei vari ordinamenti o su quello diacronico in relazione alla differente tempistica delle evoluzioni consentite o imposte da discipline europee;
- 2) se considerazioni di reciprocità possano pesare nella valutazione di ammissibilità di siffatte misure, con specifico riferimento ai mercati di settore; se esse possano eventualmente venire legittimate per il fatto di indirizzarsi al perseguimento di obiettivi positivamente apprezzabili sul terreno del diritto comunitario, per essere individuati dal Trattato o da disposizioni normative sottordinate, ed in particola-

Note:

(22) V. Corte Giust. 17 luglio 2008, causa C-207/07, *Commissione v. Spagna*, cit., p.ti 38 e 51.

(23) Oltre a Corte Giust. 4 giugno 2002, cause C-367/98, C-483/99 e C-503/99, vengono richiamate le sentenze *Keck e Mithouard* (C-267/91 e C-268/91), *Trummer e Mayer* (C-222/97), *Alpine Investments* (C-384/93), *Sanz de Lera e altri* (C-163/94, C-165/94, C-250/94), *Analir e altri* (C-205/99), *Église de Scientologie* (C-54/99).

(24) Cfr. Corte Giust. 7 settembre 1999, causa C-355/97, *Konle*, in *Racc.*, I-3099.

(25) Secondo I. Demuro, *La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share*, in *Giur. comm.*, 4, 2009, I, 650, le motivazioni della Corte non paiono condivisibili in quanto si limitano ad affermare aprioristicamente la sussistenza di una genericità nella disciplina - dalla quale discenderebbe la discrezionalità e l'incertezza dell'esercizio dei poteri speciali - con argomentazioni che, per assurdo, sono caratterizzate da altrettanta genericità.

(26) Si tratta delle Conclusioni presentate il 6 novembre 2008 nella causa C-326-07, *Commissione v. Italia*, reperibili sul sito internet della Corte di Giustizia.

re in quanto intese alla protezione di libertà fondamentali di origine giurisprudenziale;

3) se, specie in tale logica, la temporaneità possa fungere da giustificazione;

4) se, nell'ambito del *trend* verso la liberalizzazione prima e la privatizzazione poi, interventi di singoli Stati possano essere diversamente apprezzati laddove si rivolgano solo agli operatori pubblici e non a quelli privati, senza che si configurino disparità di trattamento.

Molte di queste tematiche sono in realtà solo sfiorate, in un certo modo assorbite dal filo conduttore del ragionamento della Corte, pregnante e dominante rispetto ai pur non irrilevanti dati collaterali; altre sono pressoché ignorate, soprattutto allorché appaiono ricche di implicazioni strategiche, in termini di politica economica e di convivenza dei sistemi nazionali in una complessa fase di transizione indotta dal diritto europeo. Sembra, dunque, che la Corte abbia voluto trascendere i profili più delicati della tempistica e delle modalità di attuazione delle politiche europee, quando una più approfondita disamina di esse potrebbe esporla a valutazioni impegnative e suscettibili di sconfinare nella sfera della politica.

Ribaltando il ragionamento, la decisione della Corte, nella sua voluta schematicità, è comunque «apprezzabile» anche per quel che non dice. È sufficiente operare un rapido accostamento con le conclusioni dell'Avvocato generale Ruiz-Jarabo Colomer per rendersi conto di come una predisposizione meno refrattaria e più incline alla sistematicità espositiva ed alla completezza dei raccordi avrebbe potuto sfociare in affermazioni molto più impegnative e compromettenti, oltre che difficili da recuperare in future occasioni (27).

Secondo il parere formulato dall'Avvocato generale le preoccupazioni che stanno alla base della conservazione della *golden share* possono essere condivisibili, ma è sulle soluzioni che l'Italia è andata oltre il diritto comunitario. In particolare, l'Avvocato generale, nel colmare almeno in parte l'interpretazione della Commissione, sostiene che, sul fronte della proporzionalità, esistano soluzioni meno gravose quale «la conservazione, da parte dello Stato italiano, di una minoranza di blocco nelle società in cui ritenesse opportuno mantenere la propria presenza». Come pure si potrebbe pensare all'introduzione di criteri, ammessi dal diritto societario europeo, che condizionino l'efficacia delle delibere su operazioni straordinarie a maggioranze rafforzate o alla presenza di *quorum* rigidi.

Inoltre, l'Avvocato generale ribadisce che il tipo di

comportamenti sotto accusa degli organi societari debba essere ricondotto alla sfera della libertà di stabilimento di cui all'art. 43 CE e non a quella della libera circolazione dei capitali, che non sembra rilevante, nemmeno in considerazione di un presunto effetto dissuasivo sui fondi stranieri, a causa della debolezza del nesso occorrente.

L'impianto concettuale della giurisprudenza comunitaria in materia di *golden share*

La recente sentenza sul caso italiano si innesta sul solco di altri pronunciamenti restrittivi emessi in passato dalla Corte di giustizia sulla scia di azioni della Commissione contro la *golden share* di Spagna (da *Respol* a *Telefonica*), Gran Bretagna (*British Airport Authority*), Paesi Bassi (*Kpn* e *Tnt*) e Portogallo. Vanno inoltre segnalate la sentenza che condannò nel dicembre del 2007 lo statuto dell'AEM Milano (28) poi ripetuto da quello di A2A, e il braccio di ferro con il *Land* tedesco della Bassa Sassonia per la *golden share* detenuta in *Volkswagen* (29).

Con le pronunce del 4 giugno 2002, i colpi della scure comunitaria si erano, in un primo momento, abbattuti sulle legislazioni portoghese e francese (cause C-367/98 e C-483/99) (30), con la significativa eccezione di quella belga. Secondo la *ratio deci-*

Note:

(27) In tal senso cfr. G. Colangelo, «Golden share», *diritto comunitario e i mercanti di Venezia*, cit., 226.

(28) V. Corte Giust. 6 dicembre 2007, cause riunite C-463/04 - C-464/04, *Federconsumatori e altri v. Comune di Milano*, in *Racc.*, I-4933.

(29) Per una disamina della giurisprudenza della Corte di giustizia con riferimento ai singoli ordinamenti nazionali cfr. G.C. Spatini, «Vere» e «false» «golden shares» nella giurisprudenza comunitaria e la «deriva sostanzialista» della Corte giust., ovvero il «formalismo» del principio della «natura della cosa»: il caso *Volkswagen*, e altro..., in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2008, 451 ss.; C. San Mauro, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, 2004, 41 s.

(30) Al riguardo cfr. Corte Giust. 4 giugno 2002, causa C-367/98, *Commissione v. Portogallo*, in *Racc.*, I-4731; causa C-483/99, *Commissione v. Francia*, cit.; causa C-503/99, *Commissione v. Belgio*, in *Racc.*, I-4809. Le cause C-367/98, C-483/99 e C-503/99, sono pubblicate anche in *Foro it.*, 2002, IV, 479 con nota di E. Boscolo, *Le «golden shares» di fronte al giudice comunitario*; cfr. anche E. Freni, *Golden share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*. Commento a CGCE 4 giugno 2002, causa C-438/99; CGCE 4 giugno 2002, causa C-367/98; CGCE 4 giugno 2002, causa C-503/99, in *Giorn. dir. amm.*, 2002, 1045 ss.; E. Szyszczak, *Golden Shares and Market Governance*, in *Leg. Issues of Econ. Integr.* 29 (3), 2002, 255; P. Lazara, *Libera circolazione dei capitali e «golden share»*. Nota a CGCE sez. V 4 giugno 2002 (cause C-483/99 e C-503/99), in *Foro amm.*, 2002, 1607 ss.

dendi emersa dalle pronunce della Corte nei casi affrontati, le disposizioni nazionali violavano, in linea di massima, il principio della libertà di movimento dei capitali sancito dagli artt. 56 ss. del Trattato, salvo che esse non risultassero giustificate da una delle ragioni di cui all'art. 58 o da ragioni prevalenti d'interesse generale nella definizione di cui alla giurisprudenza «*Cassis de Dijon*» e si rivelassero adatte, necessarie e proporzionate per il raggiungimento dello scopo prefissato (31).

In seguito, con due sentenze gemelle del 13 maggio 2003, la Corte di giustizia dichiarò incompatibili con l'ordinamento comunitario le disposizioni in tema di *golden share* contenute nella normativa spagnola (32) ed in quella inglese (33). Esse completavano la vasta geografia giuridica del contenzioso sulla materia, che comprendeva naturalmente le procedure d'infrazione pendenti nei riguardi dell'Italia, dell'Olanda (34), della Danimarca e della Germania.

È utile sottolineare come le due successive sentenze della Corte di giustizia abbiano consentito di attuare (*rectius*, precisare) il punto di vista comunitario sull'argomento. L'indicatore sviluppato dai giudici scaturisce dal numero di poteri speciali (poteri di nomina, e di veto all'acquisizione di partecipazioni rilevanti) e di vincoli statutari (limiti al possesso azionario, tetti ai diritti di voto, obbligo di controllo nazionale).

E a ben vedere, il recente giudizio della Corte con riferimento al caso italiano ripercorre *pari passu* il già ricordato *decisum* del 4 giugno 2002 e del 13 maggio 2003, ribadendo i criteri direttivi di interpretazione del Trattato, secondo cui:

- i) simili restrizioni sono ammissibili ove «non discriminino» in ragione della nazionalità;
- ii) rispondano ad esigenze imperative di interesse generale (c.d. principio di «idoneità-necessità»);
- iii) e siano commisurate al fine che perseguono (c.d. principio di «proporzionalità»).

In altri termini, occorre che la previsione dei «poteri speciali» venga adottata a posteriori e che, qualora si basino su criteri oggettivi e precisi, le condizioni di esercizio siano note anticipatamente agli interessati ed impugnabili dinanzi ad un giudice (35).

È, dunque, dall'applicazione di questo triplice test di conformità ai principi di *non-discriminazione*, di *idoneità-necessità* e di *proporzionalità*, che scaturisce la condanna dell'Italia, come ieri di Spagna e Regno Unito, e più indietro ancora di Portogallo e Francia (fatta salva l'assoluzione del Belgio) (36).

È tuttavia doveroso osservare che, in questa batta-

glia per l'abolizione degli ostacoli alla libera circolazione dei capitali, l'intervento della Corte europea sembra focalizzarsi principalmente sugli aspetti formali anziché sulle situazioni strutturali, concentrando l'attenzione sugli effetti anziché sulle cause ed evitando di esaminare il grado di sviluppo delle privatizzazioni o, addirittura, l'effettività del suo avvio (37). Non è senza significato il richiamo dell'Avvocato generale Ruiz-Jarabo Colomer a non ricercare nella previsione della *golden share* una fattispecie di incompatibilità fine a se stessa, ma ad indagare *case-by-case* l'anomalia del suo esercizio.

Eppure, nella concezione comunitaria della regolazione delle *public utilities*, che è il campo privilegiato di operatività delle aziende pubbliche privatizzate (o da privatizzare) (38), è il regime del mercato

Note:

(31) Sia il decreto n. 93-1298, che conferisce allo Stato francese una partecipazione speciale nella *Société Elf-Aquitaine*, sia la legge portoghese n. 11/90, che consente tra l'altro alla Repubblica portoghese di limitare l'influenza degli investitori stranieri sulle aziende privatizzate, erano considerati, sulla base di questo principio giuridico, violazioni della libertà di movimento dei capitali. Solo i due regolamenti belgi che conferivano allo Stato azioni speciali della *Société Nationale des Transports par Canalisation* e della *Distrigaz* furono considerati compatibili con la libertà di movimento dei capitali.

(32) V. Corte Giust. 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione v. Spagna*, in *Racc.*, I-4581. In dottrina si rimanda alle osservazioni formulate da E. Boscolo, *Circa la «golden share»*. Osservazioni a CGCE 13 maggio 2003 (causa C-98/01) CGCE 13 maggio 2003 (causa C-463/00), in *Foro it.*, 2003, 9, IV, 406 s.; G. Colangelo, *Circa la «golden share»*. Osservazioni a CGCE 13 maggio 2003 (causa C-98/01) CGCE 13 maggio 2003 (causa C-463/00), in *Foro it.*, 2003, 9, IV, 405 s.

(33) V. Corte Giust. 13 maggio 2003, causa C-98/01, *Commissione v. Regno Unito*, in *Racc.*, I-4641.

(34) V. Corte giust., 28 settembre 2006, cause riunite C282/04 e C283/04, *Commissione v. Paesi Bassi*, in *Racc.*, I9141.

(35) Cfr. parr. 68 e 69 della sentenza.

(36) Alcune contraddizioni di fondo, riguardanti l'applicazione della giurisprudenza del 4 giugno 2002 alle cause di cui trattasi, si rinvengono dall'esame delle *Conclusioni* cui giunse l'Avvocato generale D. Ruiz - Jarabo Colomer nelle cause C-367/98, C-483/99 e C-503/99, p.ti 39 ss., in *Racc.*, 2002, I-4733 ss.

(37) Cfr. W. Kilian, *Vom sinkenden Wert der «Goldenen Aktien»*, in *Neue juristische Wochenschrift*, 2003, 2653 ss.; E. Gippini Fournier - J.A. Rodríguez Míguez, *Actions spécifiques dans les sociétés privatisées: le beurre ou l'argent du beurre*, cit., 39 ss.; L. Volck Madsen, *The second round in the battle over state held Golden Shares*, in *European Law Reporter*, 2003, 327; G. Spindler, *Deutsches Gesellschaftsrecht in der Zange zwischen Inspire Art und Golden Shares?*, in *Recht der internationalen Wirtschaft*, 2003, 850 ss.

(38) V. Corte Giust. 6 dicembre 2007, causa C-464/04, *Federconsumatori et al. v. Comune di Milano*, cit. Analoghe considerazioni si rinvengono in altre pronunce della Corte. In particolare, cfr. Corte Giust. 4 giugno 2002, causa C-367/98, *Commissione v. Portogallo*, cit.; causa C-483/99, *Commissione v. Francia*, cit.; causa C-503/99, *Commissione v. Belgio*, cit.). Per un commento si rinvia a F. Ghezzi - M. Ventoruzzo, *Golden Share e diritto co-*
(segue)

concorrenziale ad offrire, al più alto grado di efficienza, le risposte precedentemente garantite dalla *public ownership*.

Allo stesso modo, se è quello della concorrenza regolata lo scenario veramente compatibile con lo sviluppo di un libero mercato integrato a livello europeo, a quale titolo di legittimità - all'infuori delle fattispecie di palesi *market failures* - è ascrivibile la possibilità che lo Stato possa continuare ad estendere, anche in misura decrescente, la sua sfera di ingerenza a ciò che non gli appartiene più? (39).

In special modo, nel confronto di posizioni riportato nella sentenza contro il Regno di Spagna, la Commissione Europea osserva che il ricorso alla previa autorizzazione amministrativa viola gli artt. 43 e 56 del CE e richiama in proposito la sentenza *Église de scientologie* (40). Aggiungasi che considerazioni di carattere puramente economico o amministrativo non sono annoverabili tra i motivi imperativi di carattere generale; né, a giustificazione delle restrizioni imposte alla libera circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento, possono essere invocate dagli Stati Membri circostanze legate all'esercizio di pubblici poteri, all'ordine pubblico, alla pubblica sicurezza ed alla sanità pubblica: eccezioni che debbono essere interpretate comunque in modo restrittivo e che non possono essere determinate unilateralmente dagli Stati membri (41).

Per altro, vale la pena segnalare che, per parte sua, il governo spagnolo ha nell'occasione invocato il principio di neutralità rispetto al regime di proprietà sancito all'art. 295 CE e ha dichiarato di condividere l'*opinion* espressa dall'Avvocato generale Ruiz-Jarabo Colomer nelle conclusioni presentate nelle precedenti cause contro il Portogallo, la Francia e il Belgio, sottolineando che, dal momento che gli Stati Membri possono legittimamente optare per la privatizzazione delle imprese pubbliche, dev'essere applicato il principio secondo cui «il potere più ampio implica il potere meno ampio».

Confini «mobili» di legittimità dei poteri speciali e *golden share* «virtuosa»

Le diverse stesure che hanno contraddistinto l'elaborazione dei «criteri di esercizio dei poteri speciali» sono indicative dell'incertezza con cui si è mosso progressivamente il legislatore italiano, sotto la scure della rispondenza del nuovo regime di tutela della presenza pubblica al diritto comunitario.

Le modalità di esercizio dei «poteri speciali» da ultimo introdotte con il d.p.c.m. del 2004, oltre a non fugare sostanziali perplessità sul versante del-

l'efficienza, risvegliavano non pochi dubbi anche in considerazione di un giudizio complessivo della loro conformità al diritto «vivente» comunitario, a sua volta delineato, nella sua interpretazione e applicazione, dalla Corte di giustizia. Dubbi che sembravano accrescersi specie se considerati alla luce dell'orientamento della Corte inteso a privilegiare, nella individuazione della *golden share* «virtuosa» (42), il dato contenutistico dell'attività (settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi) rispetto ad un'indicazione formale del soggetto (le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato). In questa nuova prospettiva, riprendendo lo spunto dal quale si è partiti, la giurisprudenza comunitaria considera legittime deroghe nazionali al diritto comune solo se giustificate, nel rispetto del principio di proporzionalità, da «ragioni imperative di interesse nazionale» e se «tese a perseguire uno scopo legittimo compatibile con il Trattato».

I dubbi sull'ultima versione nostrana dei «poteri speciali» conseguono non tanto a riserve nei confronti dell'aspetto tecnico della redazione legislativa, a dire il vero non sempre impeccabile, quanto piuttosto sotto l'aspetto della loro compatibilità con le indicazioni della Corte di giustizia che, come si è illustrato, già in precedenza avevano condotto il legislatore italiano a modificare progressivamente e in modo radicale un regime di diritto speciale in

Note:

(segue nota 38)

munitario: la Corte giust. delle Comunità Europee afferma l'incompatibilità dell'art. 2449 c.c. con il principio di libera circolazione dei capitali nel caso EAM, in *Riv. soc.*, 2008, 252 ss.; M.C. Corradi, *La proporzionalità tra partecipazione e «potere di controllo» nell'art. 2449 c.c.* Nota a CGCE sez. I 6 dicembre 2007 (cause riunite C-463/04 e C-464/04), in *Giur. comm.*, II, 2008, 5, 932 ss.; G. Barzani, *La forza espansiva dei principi affermati dalla giurisprudenza comunitaria in tema di golden share (riflessioni a margine delle sentenze della Corte giust. relative alla vicenda Volkswagen e A.E.M. Milano)*, in *I contratti dello Stato e degli enti pubblici*, 2008, 3, 147 ss.

(39) Cfr. A. Verhoeven, *Privatisation and EC Law: Is the European Commission "Neutral" with Respect to Public versus Private Ownership of Companies?*, 45 *Int. and Comp. L. Quart.* 27 (1996).

(40) Sul punto v. Corte Giust. 14 marzo 2000, causa C-54/99 *Association Église de scientologie de Paris, Scientology International Reserves Trust c. Repubblica francese*.

(41) Cfr. S. Gobbato, *Golden share ed approccio uniforme in materia di capitali nella recente giurisprudenza comunitaria*, in *Dir. un. eur.*, 2004, 428 ss.

(42) L'espressione è di T. Ballarino - L. Bellodi, *La golden share nel diritto comunitario. A proposito delle recenti sentenze della Corte comunitaria*, in *Riv. soc.*, 2004, 2 ss. che ricostruiscono la posizione della Corte di giustizia in alcune pronunce del 2002 e 2003.

origine dettato in funzione di una generica tutela degli «obiettivi nazionali di politica economica e industriale» (43).

Nell'identificare i limiti all'applicabilità della *golden share*, la Corte, nel quadro di una serie di decisioni sopra richiamate che negavano legittimità all'istituto per la violazione del principio della libera circolazione dei capitali, ha nel tempo temperato il suo giudizio negativo, fissando specifici criteri ai quali si deve uniformare il legislatore nazionale per poter beneficiare di una sorta di «regime di esenzione» (44).

In effetti, non vi è chi non veda il carattere problematico e l'intrinseca provvisorietà dell'impianto concettuale della giurisprudenza comunitaria in materia di *golden share*, che non a caso ha sollevato numerose ragioni di perplessità, anche a proposito del caso belga (45) e del carattere non proprio *soft* dell'ingerenza pubblica in quel caso ritenuta compatibile (46).

Nonostante le peculiarità di ciascuna situazione oggetto di giudizio, l'orientamento della Corte si è rivelato tale da permettere di estendere il modello di argomentazione elaborato ogniqualvolta gli Stati membri cerchino di introdurre deroghe o eccezioni giustificate da situazioni particolari o straordinarie.

I requisiti di carattere formale e procedurale che, fungendo da garanzia per l'osservanza dei principi fondamentali del Trattato, devono ricorrere affinché la suddetta «virtuosità» possa essere invocata sono:

- 1) l'esistenza di un preciso testo normativo;
- 2) la sussistenza di un controllo pubblico successivo in contrapposizione alla richiesta di un'autorizzazione preventiva;
- 3) la previsione dell'obbligo di motivazione;
- 4) la presenza del controllo giurisdizionale.

Il concorrere dei predetti requisiti giustifica, sotto l'aspetto del procedimento e delle sue garanzie, deroghe alla libera circolazione dei capitali, ma non è di per sé ritenuto sufficiente. La Corte richiede, come si evince dall'esame di una giurisprudenza consolidata, il sussistere di un ulteriore, fondamentale requisito identificato nei «motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza» (art. 58 CE) (47).

Dall'argomentazione complessiva della Corte emerge, dunque, la possibilità di salvaguardare con «deroghe circoscritte» taluni interessi vitali degli Stati membri che rischierebbero altrimenti di essere lesi in situazioni generali. È bene escludere, tuttavia, che tale atteggiamento possa tradursi nel riconoscimento di una riserva generale relativa a situazioni eccezionali che, prescindendo dai presupposti speci-

fici stabiliti dal Trattato, rischierebbe di compromettere la forza cogente e l'applicazione uniforme del diritto comunitario. È per queste ragioni che si rende necessario - come già più volte sottolineato - verificare in concreto, caso per caso, nel rispetto del principio di proporzionalità, se la disapplicazione di norme del Trattato possa essere realizzata su un altro piano o con altri strumenti.

«Libero movimento dei capitali» e «libertà di stabilimento» nella giurisprudenza comunitaria. Indicazioni definitorie su concetto e portata dei due principi

Secondo l'interpretazione costante della giurisprudenza, l'art. 56, n. 1, CE vieta in maniera generale le restrizioni ai movimenti di capitali tra gli Stati membri. È interessante osservare che, data l'assenza di una definizione, nell'ambito del Trattato CE, della nozione di «movimenti di capitali» ai sensi dell'art. 56, n. 1, la Corte ha in precedenti occasioni riconosciuto un valore indicativo alla nomenclatura allegata alla direttiva del Consiglio 24 giugno 1988, n. 361, per l'attuazione dell'art. 67 CE (articolo abrogato dal Trattato di Amsterdam). Per effetto di tale rinvio, costituiscono pertanto movimenti di capitali ai sensi dell'art. 56, n. 1, CE, se-

Note:

(43) Sui profili di «atecnicità» riconducibili a formula summenzionata cfr. G. Rossi, *Privatizzazioni e diritto societario*, cit., 391 ss.; G. Oppo, *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 775 s.

(44) V. Corte Giust. 4 giugno 2002, causa C-503/99, cit., p.ti 43 e 55.

(45) Nella circostanza, la Corte ha chiarito che il Trattato [ai sensi dell'art. 73 d, divenuto art. 58, n. 1, lett. b)] non pregiudica il diritto degli Stati membri di adottare misure che limitano la libera circolazione dei capitali se giustificate da motivi di ordine pubblico o di pubblica sicurezza.

(46) Secondo un'attenta dottrina «direttamente dal caso del Belgio e indirettamente dagli altri sembra si possano desumere delle discriminanti al generale divieto delle actions spécifiques come discende dal principio della libera circolazione dei capitali»; così T. Ballarino - L. Bellodi, *La golden share nel diritto comunitario*, cit., 2004, 42.

(47) Lo stesso orientamento è stato affermato nella sentenza del 2 giugno 2005, nel giudizio sulla legittimazione della legge 20 luglio 2001, n. 301, ritenuta in contrasto, nel sistema di protezione introdotto, con il principio dell'art. 56 del Trattato. In proposito si rimanda a Corte Giust., 2 giugno 2005, causa C-174/04, *Commissione v. Italia*, in *Dir. comun. sc. intern.*, 2005, 480 con brevi note di commento. Per interessanti approfondimenti si veda E. Freni, *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, in *Giorn. dir. amm.*, 2007, 2, 145 ss.; E. Pulcini, *La privatizzazione dell'AEM ed il principio comunitario di libera circolazione dei capitali. Osservazioni a Corte giust. 6 dicembre 2007, C-463/04 e C-464/04*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2008, 565 ss.

gnatamente: gli «investimenti diretti», vale a dire gli investimenti di qualsiasi tipo effettuati dalle persone fisiche o giuridiche aventi lo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica (48).

Il principio della libera circolazione dei capitali, al pari delle altre libertà, ha l'obiettivo di favorire l'apertura dei mercati nazionali con l'opportunità offerta ad investitori ed imprese in cerca di capitali di fruire appieno del mercato interno comunitario. Al fine di raggiungere tale obiettivo, si chiede agli Stati membri di considerare gli effetti del loro operato con riguardo agli investitori stabiliti in altri Stati membri che desiderino esercitare il loro diritto alla libera circolazione dei capitali.

Si può notare, dunque, che i giudici europei considerano alla stregua di «restrizioni» alla libertà di stabilimento tutte quelle ipotesi in cui un soggetto viene per così dire «scoraggiato» dall'investire in una società e dallo stabilirvi «legami durevoli» (49). Tale «deviazione» può essere ottenuta:

a) sia ricorrendo a disposizioni che riconoscono al soggetto pubblico poteri speciali (di nomina, di opposizione, di gradimento, etc.) che costituiscono palesi eccezioni al principio di «proporzionalità partecipativa»;

b) sia per mezzo di regole di diritto societario che, seppur non derogatorie del principio di eguaglianza, irrigidiscono e rendono non suscettibile di modifiche l'assetto di poteri di cui dispone l'entità pubblica (50).

In un simile scenario, è bene precisare che l'art. 56 vieta non solo le discriminazioni operate sulla base della cittadinanza, ma investe anche le disparità che implicano condizioni più gravose (v. oneri addizionali) per lo svolgimento di un'attività intracomunitaria, ovvero impediscono l'ingresso al mercato nazionale degli investitori residenti in altri Stati membri, «sia poiché tali discriminazioni hanno l'effetto di proteggere la posizione di taluni operatori economici già stabiliti sul mercato, sia poiché rendono gli scambi intracomunitari più difficoltosi rispetto al commercio interno» (51).

Volendo ampliare il campo di osservazione, questo è il caso non solo delle disposizioni legislative che

in particolare, Corte giust., 28 settembre 2006, cause riunite C-282/04 e C-283/04, *Commissione v. Paesi Bassi*, cit., p.to 18 e giurisprudenza ivi citata; Corte giust., 4 giugno 2002, causa C-367/98, *Commissione v. Portogallo*, cit., p.to 45; causa C-483/99, *Commissione v. Francia*, cit., p.to 41; causa C-503/99; 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione v. Spagna*, cit., p.to 61; causa C-98/01, *Commissione v. Regno Unito*, cit., p.to 47; 2 giugno 2005, causa C-174/04, *Commissione v. Italia*, cit., p.ti 30 e 31, nonché *Commissione v. Paesi Bassi*, cit., p.to 20. In tal senso, v. pure Corte giust., 12 dicembre 2006, causa C-446/04, *Test Claimants in the FII Group Litigation*, in *Racc.*, I-11753, p.ti 179-181; e 24 maggio 2007, causa C-157/05, *Holböck*, cit., p.ti 33 e 34.

(49) V. Corte Giust., *Commissione v. Germania*, cit., p.to 18 nonché la giurisprudenza ivi citata. Sul punto cfr. F. Ghezzi - M. Ventoruzzo, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, cit., 692; I. Demuro, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, cit., 581 ss.; cfr. anche M.C. Corradi, *Libera circolazione dei capitali ed art. 2449 cc.: il principio di proporzionalità tra partecipazione e «potere di controllo»*, in *Giur. comm.*, 3, 2008, II, 941, il quale sottolinea che la valutazione della Corte non può fondarsi sulla natura «pubblica» del soggetto titolare dei poteri speciali, perché sarebbe un argomento contrario all'art. 295 del Trattato, e allora la vera ratio risiederebbe nella «sproporzione tra proprietà e controllo».

(50) Cfr. M.T. Cirenei, *Le società di diritto «speciale» tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e «poteri speciali»*, in *Dir. comm. int.*, 1996, 771 ss. In quest'ottica si potrebbe trarre un principio di diritto estremamente ampio, per il quale sarebbero incompatibili con la libera circolazione dei capitali tutte le disposizioni nazionali che consentono, anche solo potenzialmente, ad un ente pubblico di ottenere o mantenere un'influenza sproporzionata alla quota di capitale sottoscritta. Parte rilevante della dottrina auspica che la nuova giurisprudenza della Corte disciplini anche gli ostacoli alle acquisizioni creati tramite accordo, come le azioni con diritti di voto multipli e i limiti ai diritti di voto. Se tali riflessioni fossero corrette, ciò potrebbe forse mettere in dubbio l'esigenza di affrontare la questione attraverso una direttiva basata sull'art. 44, lett. g) del Trattato. Il principio per cui tutte le norme nazionali che dissuadono dallo stabilire «legami durevoli» rappresentino restrizioni alla libera circolazione dei capitali, infatti, potrebbe avere effetti eccessivamente estesi, se non se ne individua il perimetro di applicazione. Se, infatti, si applicasse il principio in questione in maniera lineare, si dovrebbe concludere che tutte le norme dei diritti societari nazionali che conformano i poteri dei soci in maniera da rendere meno appetibile l'acquisto della partecipazione sociale, siano contrarie alla libera circolazione dei capitali. Ad esempio, tutte le norme che esulano, o consentono di esulare, dal rigido principio «un'azione - un voto» potrebbero essere tacciate di restringere la circolazione dei capitali, sebbene la scelta di imporre su base comunitaria il principio «un'azione - un voto» sia stata rigettata dalla Commissione, per l'impossibilità di dimostrare che questo livello di armonizzazione abbia effetti davvero benefici sull'efficienza produttiva e l'integrazione comunitaria. Per interessanti spunti di riflessione si vedano, tra gli altri, P. Zumbansen - D. Saam, *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism*, in *German law journal*, 2007, 1028 ss.; G.J. Vossestein, *Volkswagen: the State of Affairs of Golden Shares, General Company Law and European Free Movement of Capital*, in *European company and financial law review*, 2008, 130 ss.; F. M. Mucciarelli, *Company "Emigration" and EC Freedom of Establishment: Daily Mail Revisited*, in *EBOR*, 2008, 267 ss.

(51) Così *Conclusioni* dell'Avvocato generale Pólares Maduro nelle cause riunite C-282/04 e C-283/04, *Commissione v. Paesi Bassi*, par. 24 e i parr. 40 e 41 delle *Conclusioni* nelle cause riunite C-158/04 e C-159/04, *Trofo Super-Markets*.

Note:

(48) Nelle *Conclusioni* relative alla causa C-326/07, cit., par. 7, l'Avvocato generale D. Ruiz-Jarabo Colomer indica a titolo esemplificativo la «partecipazione a imprese nuove o esistenti al fine di stabilire o mantenere legami economici durevoli» (investimenti diretti), e l'«acquisto da parte di non residenti di titoli nazionali trattati in borsa» (investimenti in titoli). Sul punto cfr.,

conferiscono poteri speciali direttamente allo Stato (o all'ente pubblico), ma anche della normativa nazionale che, specificamente a favore del soggetto pubblico, consente che tali poteri siano inseriti nello statuto societario. L'applicazione di tale normativa nazionale può in concreto rappresentare uno scostamento dalla normale applicazione della normativa sulle società, poiché in grado di riservare allo Stato una posizione di privilegio rispetto agli altri azionisti. Né, in simili circostanze, si ritiene per giunta rilevante l'argomento secondo cui gli azionisti privati potrebbero, in teoria, ottenere privilegi analoghi in virtù della disciplina generale in materia di diritto societario.

Al tempo stesso, però, si denota che i giudici europei assumano, in talune fattispecie, posizioni che non consentono, con altrettanta chiarezza, di individuare i limiti intrinseci delle argomentazioni da essi stessi proposte. In particolare, è di tutta evidenza come la Corte non fornisca indicazioni valide per distinguere, in linea di principio, tra soci pubblici e privati dal punto di vista del diritto comunitario. Ne consegue che, alla stregua di quanto affiorato nel caso Volkswagen, qualora la legge imponga un tetto al voto o una minoranza di blocco, immobilizzando *de facto* il potere detenuto da un socio privato e rendendo una società non scalabile (52), tale normativa dovrebbe essere considerata incompatibile con la libera circolazione dei capitali, poiché essa distrae potenziali investitori dal costituire «legami durevoli» con la società (53).

Va precisato, per altro verso, che il principio (*recitius*, limite) in forza del quale qualsiasi provvedimento nazionale che si traduca in un trattamento meno favorevole per le situazioni transnazionali rispetto alle situazioni puramente nazionali rappresenta una restrizione alla libera circolazione, è solo parzialmente mitigato dalla previsione che lascia gli Stati membri liberi di disciplinare le attività economiche nel proprio territorio e di operare sul mercato nazionale (54).

Per la libertà di stabilimento rileva l'art. 43, comma 1, CE, che così recita: «Nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un [altro] Stato membro».

In conformità ad una giurisprudenza costante, si osserva che rientrano nell'ambito di applicazione *ratione materiae* delle disposizioni del Trattato CE re-

lative a siffatta libertà le disposizioni nazionali che si applicano alla disponibilità da parte di un cittadino dello Stato membro di una partecipazione, nel capitale di una società stabilita in un altro Stato membro, tale da conferirgli un'influenza sulle decisioni di tale società in guisa tale da permettergli di indirizzarne le attività (55). Come confermano le note esplicative, sempre con riferimento a partecipazioni in imprese nuove o esistenti, l'obiettivo di creare o mantenere legami economici durevoli (56) presuppone che le azioni detenute dall'azionista conferiscano a quest'ultimo, a norma delle disposizioni di legge nazionali sulle società per azioni o altrimenti, la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione di tale società o al suo controllo (57).

Note:

(52) Cfr. P. Zumbansen - D. Saam, *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law: Reshaping the European Varieties of Capitalism*, cit., 1034 ss.; G.C. Spattini, «Vere» e «false» «golden shares» nella giurisprudenza comunitaria, cit., p. 303 ss. Nelle cause sulle c.d. *golden shares*, i governi nazionali si difesero sostenendo che i poteri speciali loro attribuiti potevano essere rivolti «senza distinzioni, agli azionisti nazionali e agli azionisti cittadini di altri Stati membri» e, quindi, non creavano alcuna discriminazione. La Corte rigettò questa argomentazione e ritenne che una restrizione alla libera circolazione dei capitali potesse verificarsi anche ove il potere attribuito all'ente pubblico non fosse formalmente discriminatorio, poiché tali norme potevano «impedire l'acquisizione di azioni nelle società interessate e dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'investire nel capitale di tali società». Inoltre, sebbene il potere di veto potesse rivolgersi nei confronti di soggetti tanto nazionali quanto esteri - non venendo dunque a prefigurare una violazione formale della parità di trattamento -, esso configurava una violazione del principio di eguaglianza tra soci, inteso come modalità di attribuzione di diritti e poteri.

(53) Così F. M. Mucciarelli, *La sentenza «Volkswagen» e il pericolo di una «convergenza» forzata tra gli ordinamenti societari. Nota a CGCE Grande sezione 23 ottobre 2007 (causa C-112/05)*, in *Giur. comm.*, 2, 2009, II, 279. In senso conforme cfr. W.G. Ringe, *Company law and free movement of capital: nothing escapes the ECJ?*, in *University of Oxford legal research paper series*, 11, November 2008, www.ssm.com/abstract=1295905.

(54) Cfr. *Conclusioni dell'Avvocato generale Poirares Maduro nella causa C-94/04, Cipolla*, p.to 58.

(55) In tal senso v., segnatamente, Corte Giust., 13 aprile 2000, causa C-251/98, *Baars*, in *Racc.*, I-2787, p.to 22; 12 settembre 2006, causa C-196/04, *Cadbury Schweppes e Cadbury Schweppes Overseas*, cit., p.to 31; 13 marzo 2007, causa C-524/04, *Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation*, p.to 27; e 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione v. Germania*, cit., p.to 13.

(56) Cfr. S. Fortunato, *La libertà di stabilimento delle società in una recente sentenza della Corte giust.: il caso Centros*, in *Dir. un. eur.*, 2000, 211 s.; nonché B. Perrone, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione tra ordinamenti? Riflessioni sul caso Centros*, in *Riv. soc.*, 2001, 1296 s.

(57) V. Corte giust., 12 dicembre 2006, causa C-446/04, *Test Claimants in the FII Group Litigation*, cit., p.to 182, e 24 maggio 2007, causa C-157/05, *Holböck*, cit., p.to 35; v. altresì sentenze 4 giugno 2002, causa C-367/98, *Commissione v. Portogallo*, cit., p.to 38; causa C-483/99, *Commissione v. Francia*, cit., p.to 37; (segue)

È interessante notare che, proprio con riferimento alla causa C-326/07, l'Avvocato generale Ruiz-Jarabo Colomer invoca la necessità di una maggiore concisione dei rispettivi ambiti di applicazione delle due libertà fondamentali in parola, che è in contrasto con l'attuale *vis atractiva* della libera circolazione di capitali indotta dalla giurisprudenza della Corte di giustizia (58).

Si deve ritenere allora che il settore naturale e idoneo per valutare le varie restrizioni che discendono da quelle che vengono definite *golden shares*, sia quello della libertà di stabilimento, poiché lo Stato membro in questione aspira abitualmente a controllare, utilizzando poteri d'intervento nella formazione della struttura dell'azionariato, la formazione della volontà sociale degli enti privatizzati (incidendo sulla composizione dell'assetto azionario o sugli atti concreti di amministrazione), aspetto che ha poco a che vedere con la libera circolazione dei capitali (59).

Tuttavia, tali poteri possono incidere sul diritto alla libertà di stabilimento, rendendolo meno interessante, sia direttamente, quando riguardano l'accesso al capitale sociale, sia indirettamente, quando riducono l'attrattiva di quest'ultimo limitando la possibilità di disporre degli organi societari o di gestirli. Contrariamente a quanto dichiarato in più pronunce dalla Corte, si insiste sul fatto che l'ostacolo alla libera circolazione dei capitali che ne consegue, presenta natura sussidiaria e non necessaria. Tale affermazione si reputa certa per quanto riguarda le misure che hanno un'influenza sulla composizione dell'azionariato, ma lo è ancora di più per quelle che limitano l'adozione di decisioni societarie (per esempio, modifica dell'oggetto sociale o cessione di attivi), come quelle contestate nel caso italiano; in queste ultime ipotesi, il nesso con la libera circolazione dei capitali è ipotetico o molto tenue.

Le linee di riforma di un possibile intervento normativo

Sin qui difetti e pregi delle pronunce, consistenti questi ultimi più che altro in omissioni, raffrontate con le potenzialità di ogni singolo caso derivanti dalla linea dei precedenti, dalle suggestioni dell'Avvocatura generale, dalla metodologia del sillogismo deduttivo applicata tradizionalmente al *reasoning* della Corte.

Del resto, l'esistenza dei suddetti poteri speciali finisce per stravolgere i principi di diritto societario, per il fatto di togliere, senza limiti di tempo, agli azionisti i più significativi poteri di deliberazione da

adottarsi secondo le regole della maggioranza e, agli amministratori, la gestione dell'impresa sociale (60).

Anche il codice civile, nel disciplinare le «società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici» (art. 2449) e gli «amministratori e sindaci nominati dallo Stato o da enti pubblici» (art. 2450), prevede che lo statuto delle predette società può conferire allo Stato o ad altro ente pubblico il diritto di eleggere un certo numero di consiglieri di amministrazione o un componente del consiglio di sorveglianza e un membro del collegio sindacale, sia in sede di costituzione della società sia durante la sua vita in occasione della privatizzazione (61). Fermo restando che gli amministratori nominati in virtù degli speciali poteri conservano gli stessi diritti ed obblighi di qualsiasi altro membro nominato dall'assemblea.

L'effetto perverso della disciplina *de qua*, si genera(va), tuttavia, allorquando questa norma veniva

Note:

(segue nota 57)

causa C-503/99, *Commissione v. Belgio*, cit., p.to 38; 13 maggio 2003, causa C-463/00, *Commissione v. Spagna*, cit., p.to 53; causa C-98/01, *Commissione v. Regno Unito*, cit., p.to 40; 2 giugno 2005, causa C-174/04, *Commissione v. Italia*, cit., p.to 28, nonché cause riunite C-282/04 e C-283/04, *Commissione v. Paesi Bassi*, cit., p.to 19.

(58) In dottrina, tra i contributi più recenti, cfr. L. Salazar Martinez - Conde, V. Hernandez, *La acción de oro del estrado en las empresas privatizadas*, in *Rev. Der. Banc. y Burs.*, (RDBB), 2005, 130 ss.; e, con riferimento al regime previgente la riforma intervenuta con la L. 30 dicembre 2003, n. 62 (con cui si conservava «las acciones de oro» in società come Respol - Ypf, per il settore petrolifero; Iberia, per il trasporto aereo; Telefónica, per le telecomunicazioni; Endesa, per il settore elettrico), A. Troncoso Reigada, *Privatización, empresa pública y constitución*, Madrid, 1997, 34 ss.; M. Nieves De la Serna Bilbao, *Comentario a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea en relación con las denominadas «acciones de oro»; las restricciones a las libertades de la libre circulación de capitales y de establecimiento*, in *Revista española de Derecho Europeo*, 2003, 529 ss.; Id., *La privatización en España. Fundamentos constitucionales y comunitarios*, Pamplona, 1995, 208 ss.

(59) Cfr. S. De Vido, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in *Dir. comm. int.*, 2007, 4, 867 s.

(60) In tal senso v. G. Minervini, *Contro il diritto speciale delle imprese «privatizzate»*, in *Riv. soc.*, 1994, 746 ss.; un'efficace analisi dei vari problemi di compatibilità comunitaria della nuova disciplina italiana, come introdotta dalla riforma del diritto societario, è affrontata da M. T. Cirenei, *Riforma delle società, legislazione speciale e ordinamento comunitario: brevi riflessioni sulla disciplina italiana delle società per azioni a partecipazione pubblica*, in *Dir. comm. int.*, 2005, 41 ss.

(61) Cfr. C. Cavazza, *Prerogative speciali e società partecipate dai pubblici poteri: il nuovo art. 2449 c.c. (l. 25 febbraio 2008, n. 34)*, in *Nuove leggi civ.*, 2009, 2, 384 ss.; Id., *Commento all'art. 3, comma 1, d.l. 15 febbraio 2007, n. 10, conv. in l. 6 aprile 2007, n. 46*, cit., 1199 s.

applicata in combinato disposto con l'art. 4, L. n. 474/1994. Essa consent(iva), infatti, di aggirare il principio di proporzionalità, poiché permetteva all'ente pubblico di avere la maggioranza dei consiglieri di amministrazione, pur conservando una quota di partecipazione minoritaria.

In ragione di tale anomalia, l'art. 2449 c.c. è stato di recente modificato dall'art. 13, L. 25 febbraio 2008, n. 34 (recante disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità Europee - Legge Comunitaria 2007) (62), e prevede ora l'obbligo per gli statuti che conferiscono all'azionista pubblico tali poteri diretti di nomina, di rispettare il principio di proporzionalità rispetto alla partecipazione sociale detenuta. Quanto all'ipotesi della mancanza di partecipazione sociale pubblica, i poteri speciali di nomina sono venuti meno con l'abrogazione dell'art. 2450 c.c. ad opera dell'art. 3, comma 1, D.L. 15 febbraio 2007, n. 10, conv. dalla L. 6 aprile 2007, n. 46 (recante disposizioni volte a dare attuazione ad obblighi comunitari ed internazionali), abrogazione originata dall'adeguamento alla procedura di infrazione n. 2006/2104 (63).

Seguendo questa chiave di lettura il campo di indagine si amplia ulteriormente. Basti osservare che, per effetto degli sviluppi intervenuti nella legislazione sugli enti locali, è stata estesa a favore della società a responsabilità limitata la possibilità di essere partecipata da enti locali (art. 115, D.Lgs. n. 267/2000). Tuttavia, rimane dubbia la possibilità di creare delle quote partecipative (non azionarie) dotate di particolari diritti, in quanto l'art. 2468, comma 3, c.c., nel testo novellato dalla riforma del diritto societario del 2003, permette l'attribuzione di poteri speciali («particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili») a singoli soci, non invece a categorie di quote, soluzione che implicherebbe una loro oggettivazione e quindi una perdita del collegamento con la persona, coerentemente con le caratteristiche personali del tipo societario della società a responsabilità limitata (64).

A ben vedere, prevedendo il trasferimento della titolarità dei poteri speciali dal Ministro dell'economia al consiglio di amministrazione della stessa società privatizzata, si ripristinerebbe quel collegamento necessario tra la disciplina della *golden share* ed il diritto comune societario. Sebbene trattasi di società «controllate dallo Stato», l'influenza che la mano pubblica riuscirebbe comunque ad estendere sulle decisioni del consiglio di amministrazione in

merito all'esercizio dei poteri speciali perlomeno avverrebbe secondo logiche collegiali e privatistiche.

Nella stessa direzione, altri interventi più sostanziali, aldilà della citata focalizzazione dell'ambito applicativo della normativa in questione, risiederebbero nel modificare il criterio di quantificazione del

Note:

(62) Sul tema cfr. A. Tricoli, *Diritto speciale di nomina degli amministratori di s.p.a. privatizzata e diritto comunitario. Il caso AEM*, Nota a CGCE sez. I 6 dicembre 2007 (cause riunite C-463/04 e C-464/04), in *Riv. dir. soc.*, 2009, 2, 285. Come osserva l'A., la nuova versione dell'art. 2449 c.c. opera una netta distinzione tra s.p.a. che non ricorrono al mercato dei capitali di rischio, in cui si consente allo Stato o enti pubblici soci di nominare un numero di amministratori proporzionale alla partecipazione al capitale, e società c.d. «aperte», nelle quale la facoltà di nominare un amministratore è legata alla previsione degli artt. 2346, comma 6, e 2351 c.c., ossia all'emissione di strumenti finanziari partecipativi oppure di diritti amministrativi collegati ad una categoria di azioni. Alcune perplessità emergono, dunque, dal nuovo testo dell'art. 2449 c.c., laddove appare privo di significato sul piano applicativo consentire, soprattutto per le s.p.a. «aperte», misure già previste in altre disposizioni.

(63) Cfr. C. Cavazza, *Golden share, giurisprudenza comunitaria ed abrogazione dell'art. 2450 c.c.*, cit., 1195 ss. Invero, l'art. 2, L. n. 474/1994, nella formulazione originale, aveva rappresentato il fondamento normativo per attribuire agli enti pubblici il potere speciale di nominare almeno uno o più amministratori. Nel 2004 il comune di Milano aveva ceduto la maggioranza assoluta di AEM (quotata), mantenendo però, mediante una combinazione di statuto e codice civile apparentemente astuta, il diritto di nominare la maggioranza degli amministratori. La Corte di giustizia ha dichiarato contrario alla normativa europea l'art. 2449 c.c., che consentiva agli statuti di attribuire allo Stato il potere di nominare direttamente alcuni amministratori (v. Corte giust. 6 dicembre 2007, cause riunite C-463/04 - C-464/04, *Federconsu-matori e altri v. Comune di Milano*, cit.). Si vedano al riguardo anche le conclusioni del 7 settembre 2006 dell'Avvocato generale *Poires Maduro* presso la Corte. In breve, secondo il *reasoning* dei giudici comunitari, l'art. 56 CE dev'essere interpretato nel senso che esso osta ad una disposizione nazionale, quale l'art. 2449 c.c., secondo cui lo statuto di una società per azioni può conferire allo Stato o ad un ente pubblico che hanno partecipazioni nel capitale di tale società la facoltà di nominare direttamente uno o più amministratori, la quale, di per sé o, come nelle cause principali, in combinato con una disposizione, quale l'art. 4, D.L. n. 332/1994 (convertito, in seguito a modifiche, nella L. 30 luglio 1994, n. 474, come modificata dalla L. n. 350/2003), che conferisce allo Stato o all'ente pubblico in parola il diritto di partecipare all'elezione mediante voto di lista degli amministratori non direttamente nominati da esso stesso, è tale da consentire a detto Stato o a detto ente di godere di un potere di controllo sproporzionato rispetto alla sua partecipazione nel capitale di detta società. Sul dibattito cfr., *ex multis*, M. T. Cirenei, *Riforma delle società. Legislazione speciale e diritto comunitari: brevi riflessioni sulla disciplina italiana delle società a partecipazione pubblica*, in *Dir. comm. internaz.*, 2005, 41 ss.; Ibba, *Sistema dualistico e società a partecipazione pubblica*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, 574 ss.; I. Demuro, *L'incompatibilità con il diritto comunitario della nomina diretta ex art. 2449 c.c.*, cit., 576 ss.; F. Ghezzi - M. Ventrone, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, cit., 674 ss.

(64) Così si esprime la Relazione al D.Lgs. n. 6/2003 di riforma del diritto societario. In senso non del tutto conforme a questa interpretazione pare si esprima la massima n. 39 della Commissione società del Consiglio notarile di Milano.

limite del possesso azionario e nella espressa temporaneità delle clausole statutarie che lo prevedono. Per quanto concerne il profilo della quantificazione, si tratterebbe di passare da un limite fissato ad un limite variabile, definito in funzione di un intervallo (ad esempio, compreso tra il 5 ed il 15 per cento del capitale azionario), onde garantire un maggiore spazio agli investitori privati; parimenti sarebbero innalzati i limiti relativi agli accordi di voto.

Riguardo invece al profilo della temporaneità, sarebbe necessario prevedere la decadenza delle clausole introduttive di tali limiti dopo due anni dalla data di iscrizione delle delibere che li prevedono; fermo restando che qualora l'interesse che ne ha giustificato l'adozione ancora lo richieda, esse potrebbero essere rinnovate per un eguale periodo.

Ancora, al fine di rimodulare la disciplina della *golden share*, in special modo per quanto riguarda la tutela degli acquirenti delle azioni della società privatizzanda, si potrebbero introdurre ulteriori innovazioni in grado di rafforzare notevolmente la posizione giuridica degli investitori innanzi all'intervento dello Stato. In particolare si tratterebbe di prevedere:

- 1) il dimezzamento dei termini per il rilascio o diniego del gradimento;
- 2) l'obbligo di motivare tale atto e l'introduzione del silenzio-assenso in loro favore;
- 3) il meccanismo di rimborso previsto per il caso di vendita coattiva delle azioni.

Considerazioni conclusive

Le ultime vicende, oltre a presentare momenti di perdurante attualità sotto il profilo delle c.d. «*halbherzige Privatisierung*» (65), come dimostra la più recente giurisprudenza della Corte di giustizia intesa «*as a part of contemporary corporate law making in progress*» (66), hanno reso evidente l'esistenza di un processo di privatizzazione non sempre attento a completare, nella transizione dalla fase «formale» alla fase «sostanziale», la regolamentazione delle attività trasferite per una loro effettiva liberalizzazione e l'attribuzione di potestà pubbliche a soggetti, qualificati per diritto positivo, in termini di diritto privato (67).

In questa prospettiva la *golden share* ha rappresentato un nuovo modello di intervento pubblico nell'economia, del tutto assimilabile al vecchio sistema delle partecipazioni pubbliche (68).

Tutto ciò richiama la problematica del rapporto tra liberalizzazione e regime della proprietà, tra apertura

del mercato e privatizzazione: quest'ultima, da taluno considerata necessaria a garantire il perdurare di effettive condizioni di concorrenza, resta in effetti una mera facoltà degli Stati membri, stante il principio di neutralità sancito dall'art. 295 CE.

Le regole del gioco europeo sono forse rigide e a volte impietose per la loro insensibilità, ma chiare e persino meccaniche nel funzionamento. Lo sforzo di frapporre ostacoli, per giunta tardivi, alla forza soverchiante del diritto comunitario è vano, come la critica sterile a decisioni della Corte di giustizia che forse non sono perspicue per profondità e sottigliezza dottrinale, ma appartengono ad una dinamica di sistema assolutamente consolidata e come tale prevedibile (69). L'unico possibile atteggiamento costruttivo è quello consapevole della necessità di elaborazione di un sostrato culturale omogeneo e condiviso che supporti adeguatamente il rapporto ascendente e discendente tra ordinamento domestico e sistema europeo, orientando il primo verso sviluppi compatibili sia nella qualità che nella tempistica con le esigenze del secondo, e contribuendo a modellare il secondo anche in funzione di insopprimibili connotati essenziali del primo, e con ciò prevenendo intrinsecamente almeno le più importanti manifestazioni di distonia (70).

Note:

(65) Così C. Teichmann - E. Heise, *Das VW-Urteil des EuGH und seine Folgen*, in *BB*, 2007, 2582 che proseguono affermando: «*die ein Unternehmen mitten auf das Minenfeld der Kapitalverkehrsfreiheit steuern*».

(66) In questo senso, a commento della decisione del 22 ottobre 2007, C-112/05, P. Zumbansen - D. Saam, *The ECJ, Volkswagen and European Corporate Law*, cit., 1046. In merito cfr. pure F. Santonastaso, *La saga della «golden share» tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giur. comm.*, II, 2007, 3, 310 ss.

(67) Gli strumenti endosocietari, pur essendo di diritto comune, sono infatti rimessi nel loro utilizzo ad un soggetto pubblico ovvero sono introdotti in funzione di interessi che fuoriescono dallo stretto contesto societario. Sul punto cfr. L. Salerno, *Golden shares: interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Riv. soc.*, 2002, 673 ss.

(68) Per una ricostruzione più analitica della complessa problematica ivi affrontata si rimanda a F. Goisis, *La natura delle società a partecipazione pubblica tra interventi della Corte europea di giustizia e del legislatore nazionale*, Nota a CGCE sez. I 23 ottobre 2007 (causa C-112/05); CGCE sez. I 6 dicembre 2007 (cause riunite C-463/04 e C-464/04), in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2008, 1, 396 ss.

(69) Cfr. *Conclusioni* dell'Avvocato generale D. Ruiz-Jarabo Colomer, nelle cause C-367/98, C-483/99 e C-503/99, cit., p. ti 39 ss.

(70) Per interessanti spunti di riflessione cfr. F. Ghezzi - M. Ventoruzzo, *La nuova disciplina delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nel capitale delle società per azioni: fine di un privilegio?*, cit., 696 ss.; G. F. Ferrari, *La golden share nella governance delle imprese locali di servizi*. Nota a CGCE sez. I 6 dicembre 2007 (cause riunite C-463/04 e C-464/04), in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2008, 2, 884 ss.